

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO PAULO
ESCOLA PAULISTA DE POLÍTICA, ECONOMIA E NEGÓCIOS

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: VALUATION GRENDENE

Lucas Yukio Pereira Tomiyama

Matrícula: 112.578

Osasco – SP

2021

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: VALUATION GRENDENE

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado na Escola Paulista de Economia e Negócios da UNIFESP como requisito básico para a obtenção do título de bacharel de Curso de Ciências Atuariais.

Orientador: Humberto Gallucci

Osasco – SP

2021

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca Unifesp Osasco
e Departamento de Tecnologia da Informação Unifesp Osasco,

T657a TOMIYAMA, Lucas Yukio Pereira
Avaliação de empresas: valuation Grendene /
Lucas Yukio Pereira Tomiyama. - 2021.
32 f.

Trabalho de conclusão de curso (Ciências
Atuariais) - Universidade Federal de São Paulo -
Escola Paulista de Política, Economia e Negócios,
Osasco, 2021.

Orientador: Prof. Dr. Humberto Gallucci Netto.

1. Valuation. 2. Fluxo de caixa. 3. Avaliação de
empresas. I. Gallucci Netto, Prof. Dr. Humberto , II.
TCC - Unifesp/EPPEN. III. Título.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer em primeiro lugar à minha família. Meus pais por me darem todo o suporte durante a minha vida, as minhas irmãs pela parceira de sempre e aos meus avós, que sempre me proporcionaram amor e carinho para seguir na vida. Esse conjunto de união e fraternidade me possibilitou estar com a mente tranquila para eu trilhar o meu caminho afim de atingir meus objetivos.

Meus mais sinceros agradecimentos também aos meus amigos. Seja os que criei dentro da faculdade, quanto os de infância e trabalho, que estiveram sempre comigo no dia a dia. Eles me ajudaram a progredir, construindo sonhos juntos e experiências que ficarão para sempre. Estar rodeado de boas pessoas sempre me trará ótimas influências por toda a vida.

A universidade federal de São Paulo também é pauta de agradecimento. Desde 2016, em meu primeiro semestre, tive a oportunidade de me relacionar com ótimas pessoas, tanto os amigos quanto os professores, além de todo o conhecimento que adquiri por ser parte integrante dela. Toda a luta que tive para ingressar na UNIFESP, consigo olhar hoje para trás e dizer que valeu a pena. Desejo todo o sucesso para a reputação da universidade perante o ensino brasileiro.

E por fim, meus agradecimentos ao Professor Dr. Humberto Gallucci, que como orientador sempre esteve a disposição para me auxiliar. Sem a ajuda dele nesse último ato dentro da UNIFESP, eu não estaria aqui realizando esses agradecimentos e podendo trilhar meu caminho enfim formado.

RESUMO

O mercado financeiro, desde os seus primórdios, sempre foi marcado por diversos fatores que afetaram diretamente o seu comportamento. Grande parte desses fatores, hoje nem nos recordamos mais. E como o mercado é feito por empresas listadas em bolsa, essas empresas também não se afetam, em sua maioria, pelos ruídos do dia a dia. Cada companhia é única e assim deve ser analisada. Dito isso, o objetivo deste trabalho é discorrer sobre modelos de avaliação de empresas, que permitem as pessoas analisarem as empresas de acordo com suas singularidades. E por fim, analisar a Grendene. Uma companhia de capital aberto na B3.

Palavras chaves: *Valuation*, fluxo de caixa, múltiplos, premissas, avaliação de empresas.

ABSTRACT

The financial market, since it was born, has been setted by differents factors that directly affected his behaviour. Nowadays, most of those factors are irrelevant for the market. And the market has builded by listed companies in the B3, these companies hasn't been affected in the long term by noises day by day. The business are uniques and on this way they must be analysed. Said that, the principle goal of this project is explain about models of valuations, which allow people analyse a companie following theirs specifics characteristics. And in the end, do a valuation of Grendene, a huge businesse in Brazil.

Key words: valuation, discount cash flow, ratios, business

LISTA DE TABELAS

| | |
|---|----|
| Tabela 1: Fluxo de Caixa Livre | 10 |
| Tabela 2: Premissas | 22 |
| Tabela 3: Resultado fluxo de Caixa Descontado | 23 |
| Tabela 4: Valuation por múltiplos | 24 |

LISTA DE GRÁFICOS

| | |
|-------------------------------------|----|
| Gráfico 1: Receita líquida Grendene | 19 |
| Gráfico 2: Lucro líquido Grendene | 19 |
| Gráfico 3: Endividamento | 20 |

SUMÁRIO

| | |
|---|-----------|
| 1. INTRODUÇÃO..... | 11 |
| 2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA | |
| 2.1 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS | 12 |
| 2.2 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO | 13 |
| 2.2.1 FLUXO DE CAIXA..... | 13 |
| 2.2.2 TAXA DE DESCONTO..... | 15 |
| 2.2.2.1 CUSTO CAPITAL DE TERCEIROS | 16 |
| 2.2.2.2 CUSTO CAPITAL PRÓPRIO. | 16 |
| 2.2.3 VALOR NA PERPEITUIDADE | 17 |
| 2.3 VALUATION POR MÚLTIPLOS | 17 |
| 2.3.1 PREÇO / LUCRO..... | 18 |
| 2.3.2 PREÇO / VALOR PATRIMONIAL | 19 |
| 2.3.3 EV / EBIT..... | 19 |
| 2.3.4 PREÇO / EBIT..... | 19 |
| 3. GRENDENE | |
| 3.1 HISTÓRIA | 20 |
| 3.2 PRODUÇÃO..... | 20 |
| 3.3 INCENTIVOS FISCAIS..... | 21 |
| 3.4 EFEITOS COVID-19..... | 21 |
| 4. DESEMPENHO OPERACIONAL E RESULTADOS | |
| 4.1 RECEITA LÍQUIDA | 22 |

| | |
|---|-----------|
| 4.1.2 LUCRO LÍQUIDO | 23 |
| 4.1.3 ENDIVIDAMENTO | 24 |
| 4.2 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO: PREMISSAS..... | 24 |
| 4.3 AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS | 26 |
| 5. RESULTADOS | |
| 5.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO | 27 |
| 5.2 – AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS | 28 |
| 6. CONCLUSÃO | 30 |
| 7. REFERÊNCIAS..... | 31 |
| 8. FONTE | 32 |

1. INTRODUÇÃO

Para qualquer transação que ocorre nos mercados, seja o automobilístico, o de varejo, o alimentício, o imobiliário ou outro que se imaginar, há um preço a se firmar por aquele ativo objeto negociado, no qual o consenso entre o vendedor e o comprador é fundamental para que haja acordo entre as partes. E no mercado de capitais, isso não é diferente. Abrir o home broker e digitar o preço desejado para a compra ou venda para uma ação pode parecer simples, mas a questão é: é realmente justo o que está sendo ofertado ou é mera especulação?

Se considerarmos o atual cenário brasileiro, considerando informações da B3 quanto ao número de CPFs cadastrados na bolsa de valores, no mês de maio foi atingida a marca de 2,48 milhões de CPFs registrados. É um patamar expressivo se olharmos para o passado, no qual 2016 o número estava em 564 mil. Uma alta de 340% em apenas 4 anos.

O país do rentismo, das taxas básicas de juros historicamente altas e da poupança está engatinhando para o mercado financeiro. Com a queda da taxa SELIC, o comodismo da alta rentabilidade e baixo risco está incomodando, dessa forma o prêmio pelo risco se faz cada vez mais necessário.

Dito isso, a empolgação de novos investidores da possibilidade de ganhos rápidos, o conto das dicas quentes de ações, as promessas de retornos de 1% a.m. tornam as pessoas suscetíveis a tomadas de decisões equivocadas, deixando as vulneráveis a escolher pelo lado emocional, enquanto o racional fica de lado.

Para quem se fundamenta estudando, analisando e refletindo sobre a uma determinada empresa, encontrar o valor intrínseco de um ativo é parte essencial e primordial do processo até se chegar ao momento de oferta no home broker. Como já relatado por Damodaran (2007, p. 1) da seguinte maneira "(...) conhecer o valor de uma empresa e o que o determina são pré-requisitos para uma decisão inteligente".

A fim de ter uma avaliação da companhia (Valuation) de forma assertiva, existem modelos comumente utilizados e dois deles serão utilizados nesse presente trabalho: pelo fluxo de caixa descontado (FDC ou DCF, em inglês) e por múltiplos de mercado.

O FDC aborda o valor justo para a companhia projetando o lucro futuro e em cima dele aplica-se uma taxa de desconto do risco associado ao investimento

trazendo a valor presente. Por ser considerado os fluxos de caixa futuros da companhia e apresentar dispositivos imprescindíveis para entender o resultado como um todo, Costa, Costa e Alvim (2010) afirmam que este tipo de avaliação supera os demais. Elementos como o tempo que os fluxos de caixa são produzidos e sua relação com o valor intrínseco da empresa, além da capacidade de gerar esses fluxos favorecem o equilíbrio entre fluxo, valor e risco.

Enquanto o modelo de múltiplos de mercado permite analisar por meio do comparativo entre empresas do mesmo setor via indicadores, no qual dentre eles se destacam: o preço sobre lucro, o enterprise value sobre ebitda, dividend yield e preço sobre valor patrimonial.

Utilizando esses dois métodos será possível chegar a uma conclusão se o preço que a ação estiver sendo negociada no momento da comparação está, de fato, em um patamar justo. Tendo a visão quantitativa e qualitativa da empresa na forma correta, o racional para a tomada de decisão de investir ou não será mais assertivo e, conseqüentemente, a probabilidade de erro diminuirá.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Avaliação de Empresas

As razões pela qual se objetiva a avaliar uma empresa podem ser distintas, como por exemplo, segundo Martins (2001), fusão, cisão e incorporação de empresas, dissolução de sociedades e liquidação de investimento, avaliação de desempenho de gestores e a compra e venda de ativos, no qual este último será a pauta da presente pesquisa, como já informado anteriormente.

Segundo Aswath Damodaran (2012), todas as avaliações possuem vieses. O primeiro viés é a escolha da companhia escolhida a ser analisada. Não é uma decisão aleatória. Mas caso utilizar outra reflexão do próprio Aswath (1994), os mercados estão sujeitos a ineficiências e investidores cometem erros na avaliação de empresas, porque todos partem do mesmo ponto: são enviesados. Entretanto o mesmo mercado tende a corrigir os valores dos ativos ao longo do tempo, ou seja, no longo prazo o valor justo perdura contra os equívocos do curto prazo.

Dentre os métodos existentes de valuation existem o de Fluxo de Caixa Descontado e o de Múltiplos de Mercado, no qual ambos serão realizados no estudo

e verificar se as conclusões apresentadas em cada modelo possam convergir para a mesma direção, propiciando que a análise final seja mais assertiva.

2.2 Fluxo de Caixa Descontado

Como já apresentado, essa técnica consiste em estimar fluxos de caixa futuros da companhia, a partir de uma taxa de crescimento e, após isso, retornando-os ao valor presente com uma taxa de desconto que pondere o custo de capital investido.

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{i=1}^n \frac{FCE_i}{(1 + WACC)^i}$$

Onde:

FCE: Fluxo de caixa Esperado

WACC: Taxa de desconto

i: tempo

2.2.1 Fluxo de Caixa

O fluxo de caixa nada mais é do que o diferencial das entradas e saídas de dinheiro no caixa da companhia durante um período. Se o resultado for positivo, existiram mais entradas, caso contrário, o saldo é negativo. Este é o principal ponto do valuation, pois quanto mais caixa a empresa consegue gerar, mais preparada ela estará para reinvestir no próprio negócio, estar preparada para crises inesperadas, dentre outros.

O DCF, como o próprio nome já diz, realiza a projeção dos fluxos de caixa futuros, que são gerados pelos retornos obtidos. Esses retornos, em sua maioria, são frutos do saldo positivo entre entradas e saídas, sendo assim é possível observar um ciclo entre ganhar dinheiro, investir, ganhar mais dinheiro, investir novamente, etc. Para isso é preciso chegar até o fluxo de caixa livre, no qual este pode ser para a empresa ou para o acionista.

O fluxo de caixa livre é como o fluxo de caixa descrito no primeiro parágrafo, mas é importante salientar que essa medida não considera as despesas não

monetárias e utiliza na conta gastos com os ativos da companhia, equipamentos e variações no capital de giro. Abaixo é apresentado uma tabela resumo do fluxo de caixa livre.

Por isso a estimativa adequada permite compreender como a empresa estudada performará ao longo dos anos. Abaixo uma tabela resumindo.

Tabela 1. Fluxo de caixa livre.

| |
|---|
| Receitas |
| - Custo de Mercadoria Vendido |
| Lucro Bruto |
| - Despesas Operacionais |
| Lucro antes dos Juros e dos Impostos (EBIT) |
| - Imposto marginal |
| NOPAT |
| + Depreciação e amortização |
| +/- Variação no capital de giro |
| - Capex |
| Fluxo de Caixa Livre da Firma (FCFF) |
| - Dívida Líquida |
| Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCFE) |

Onde:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} * (1 - \text{Alíquota de IR})$$

Capital de giro: Ativo Circulante – Passivo Circulante

Capex: Investimentos em capital fixo (Intangível, Imobilizado)

Como é possível observar, a principal diferença do fluxo de caixa livre para o acionista em relação ao da firma é o desconto da dívida líquida. Ou seja, os financiamentos adquiridos pela empresa estão sendo considerados no FCFF,

enquanto no FCFE é apenas levado em conta o dinheiro do acionista, o que na prática reflete o valor dos dividendos que será distribuído a quem investiu na companhia.

2.2.2 Taxa de Desconto

Para realizar investimentos as empresas necessitam de capital, no qual buscam obter o montante desejado por duas vias: com acionistas e credores. A emissão de ações, debentures são exemplos de financiamento por capital próprio, enquanto para o capital de terceiros seriam emissões de dívidas por empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo. Segundo Assaf Neto, Lima e Araújo (2008) o correto conhecimento do custo de capital é essencial para o processo de análise e tomada de decisões financeiras. No presente estudo será utilizado o Weighted Average Cost of Capital (WACC) como a taxa de desconto, que possui a seguinte formulação:

$$WACC = K_e * \frac{E}{E+D} + K_d * (1 - T) * \frac{D}{D+E}$$

No qual:

K_e : Custo do capital próprio

K_d : Custo do capital de terceiros

E : Patrimônio Líquido

D : Dívida

T : Alíquota de imposto

A fórmula representa o custo em relação a estrutura de capital da empresa com a ponderação da participação relativa de cada um dos financiadores, acionistas e credores.

2.2.2.1 Custo do Capital de Terceiros

O custo do capital de terceiros expressa a média ponderada das taxas de juros de suas dívidas a valor de mercado. Importante observar que nessa parte da equação é descontado os impostos, visto que essa conta possui benefício fiscal, sendo assim a base tributária da companhia é diminuída.

2.2.2.2 Custo do Capital Próprio

Segundo Martins et al (2006), uma das etapas mais significativas no desenvolvimento do valuation é a mensuração do custo do capital próprio (Ke), uma vez que os modelos criados com o objetivo de avaliação de empresas mostram-se sensíveis às alterações nas taxas de desconto e, geralmente, o Ke destaca-se como um dos principais componentes. Como é preciso realizar uma estimativa a fim de encontrar o custo de capital próprio, esse fator torna-se subjetivo, dando espaço para diferentes visões sobre ele.

O modelo de precificação de ativos que é mais utilizado mundialmente é o CAPM (Capital Asset Pricing Model), no qual Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 230) possuem a opinião de que a teoria envolvida nesse modelo é a melhor existente e não há nenhuma outra melhor, sendo assim é a metodologia recomendável a ser utilizada. Como no CAPM é permeada a ideia da eficiência do mercado e a diversificação de ativos, quando analisado no âmbito de um país emergente, como o Brasil, a sua eficiência pode ser afetada. Dessa forma, Assaf Neto (2003) propõe uma adaptação ao modelo, no qual é tomado como referência uma economia mais estável, como a dos EUA, e adiciona-se a ele o risco-país para ajustar as características da localidade. Sendo assim, o CAPM ajustado é definido por:

$$Ke_{\$} = Rf + \beta(Rm - Rf) + Rp$$

Onde:

$Ke_{\$}$: Custo do capital próprio em dólar

Rf : Taxa livre de risco

β : Risco do ativo

Rm : Prêmio de Risco

Rp: Risco País

E para converter o custo em reais é preciso ponderar pelas inflações dos países, no caso EUA e Brasil:

$$Ke_{R\$} = (1 + Ke_{\$})^{\left[\frac{1 + \text{inflação}_{BR}}{1 + \text{inflação}_{US}} \right]}$$

Ke_{R\$}: Custo do capital próprio em reais

2.2.3 Valor na perpetuidade

Estimar o futuro, mesmo que sejam escolhidas as melhores premissas possíveis, não é trivial, afinal o amanhã é incerto. Estender o período futuro de avaliação por anos a fio torna – se cada vez mais difícil. Por isso para Damoradan (2007, p. 97), a tentativa de estimar fluxos de caixa pela eternidade é impossível. O que promove uma maior dificuldade para essa estimação, visto que a partir do princípio contábil da continuidade, que pressupõe que a empresa terá uma duração indeterminada. Para calcular o valor terminal, segundo o autor existem três formas. Para o presente estudo, seguindo Assaf Neto (2003), será utilizado o formato de crescimento constante nos fluxos de caixa pela eternidade. A fórmula é representada a seguir:

$$\text{Perpetuidade} = \frac{\text{Fluxo de Caixa} * (1 + g)}{(\text{Taxa de Desconto} - g)}$$

Onde:

g = taxa de crescimento na perpetuidade

2.3 Valuation por Múltiplos

A avaliação do valor relativo de uma empresa, isto é, por múltiplos, é uma alternativa de valuation. Diferentemente da avaliação por fluxo de caixa descontado, nesse método as premissas a serem avaliadas são menores, o que torna o processo

mais simples e prático, corroborando com Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 183), que relatam a mesma percepção na seguinte frase: “a simplicidade, a rapidez na precificação e novas informações e a necessidade de poucas informações são as principais vantagens da avaliação por múltiplos em relação aos outros métodos”.

Os múltiplos favorecerem a comparação com outras empresas do mesmo segmento e até mesmo a própria empresa que está sendo estudada a partir do histórico de indicadores dela. Importante ressaltar que quando se comparar com uma concorrente, apesar de serem parte do mesmo mercado econômico, as empresas possuem características próprias e não necessariamente os múltiplos escolhidos serão propícios para ambas.

No Brasil, o mercado de capitais não é tão desenvolvido como em outras partes do mundo, possuindo um pouco mais de 300 ações listadas na B3. Então dependendo da empresa a ser estudada não se encontrará um par adequado, o que exigirá a buscar por companhias estrangeiras comparáveis. Como por exemplo a Ambev. A produtora de cerveja não possui uma concorrente brasileira direta, o que ocasiona a ser comparada com a Heineken.

A seguir será destacado os principais múltiplos utilizados para esse tipo de avaliação:

2.3.1 Preço / Lucro

O múltiplo de preço sobre lucro é o mais conhecido. Ele é o quanto o market cap, isto é, o quanto a empresa está sendo negociada dividido pelo lucro líquido, pois esse lucro é o que pode ser reinvestido ou ser distribuído como dividendos. A interpretação é o quanto o mercado está se dispondo a pagar pelo lucro da companhia.

Esse é um dos múltiplos utilizados pela fórmula mágica de Joel Greenblatt (2010, p.44), que diz “É preferível escolher um negócio que ganhe mais relativamente frente ao baixo preço que estaria pagando por ele.”

Apesar de seu reconhecimento e utilidade é preciso ter cuidado com sua avaliação, visto que para um índice alto, a empresa pode estar sendo precificada por lucros não recorrentes, assim o crescimento dela que está sendo precificado com lucros futuros, o que podem não se concretizar. E para empresas em estágios iniciais,

em que o lucro é pequeno, mas a perspectiva de crescimento é elevada. Por isso a importância de combinar diferentes múltiplos.

2.3.2 Preço / Valor Patrimonial

Este múltiplo é muito utilizado, pois no livro “O Investidor Inteligente”, Graham (2003) é citado constantemente. Basicamente o P/VP apresenta o quanto o mercado está disposto a pagar pelo patrimônio líquido da companhia, no qual se estiver sendo negociado com índice menor do que 1 está com desconto sobre o PL e acima de 1, com ágio.

O indicador é interessante ser analisado juntamente com o ROE (return on equity), uma vez que empresa com alto retorno sobre o valor patrimonial tende a ser mais cara, devido a sua maior rentabilidade e expectativa de crescimento.

2.3.3 EV / EBIT

O EV/EBIT representa em quanto os lucros operacionais da empresa consegue quitar o valor de mercado das dívidas, visto que o EV (enterprise value) é a soma do valor de mercado e da dívida líquida. É um múltiplo que foca no aspecto operacional da companhia, já que abrange o endividamento e desconsidera juros e impostos. Podendo-se dizer que seria um indicador da taxa interna de retorno implícita das atividades.

2.3.4 Preço / EBIT

Esse indicador é similar ao EV/EBIT, que tem como diferença não considerar o endividamento na conta. Importante ressaltar que é preciso tomar cuidado com essa exclusão, pois empresa com muita dívida pode estar sendo negociada com desconto. Além disso, no numerador o preço, o credor não é levado em consideração, enquanto que o EBIT, que é o denominador, é o lucro antes de pagar credor e imposto, ou seja, há uma mistura de contas. E isso Damodaran (2003) já dizia sobre a importância da mesma natureza das contas tanto para o denominador quanto para o numerador.

3. GRENDENE

3.1 HISTÓRIA

A Grendene é uma companhia brasileira que está entre as maiores produtoras de calçados do mundo. Fundada em 1971 no município de Farroupilha, Rio Grande do Sul, pelos irmãos Alexandre e Pedro Grendene com o intuito de explorar o mercado de plásticos no país. Os irmãos fabricaram telas para garrafas de vinho de borracha e peças de plástico para máquinas agrícolas, entretanto ambas não tiveram sucesso. Até que em 1978 iniciaram a produção de sandálias utilizando o nylon como matéria prima.

Em 1979, a Grendene lançou a sua primeira marca de calçados, a Melissa, que até os dias de hoje é reconhecida por todo o mundo. Após emplacar nesse segmento, a empresa continuou a expandir e em diferentes vertentes a fim de atingir nichos específicos. Atualmente, em seu portfólio de marcas, a Grendene tem a Rider, Ipanema, Zaxy, Cartago, Grendha, Pega Forte, Grendene Kids, Zizou, além da pioneira Melissa.

A companhia possui 11 fábricas de calçados que permite à ela ter uma capacidade de produzir 250 milhões de pares por ano. Todas as fábricas estão distribuídas em 5 unidades industriais, localizadas em Farroupilha, Fortaleza, Sobral, Crato e Teixeira de Freitas. A de Farroupilha foi inaugurada em 1971, a de Fortaleza em 1990, Sobral em 1993, Crato em 1997 e Teixeira de Freitas ano de 2007 e cada uma possui, respectivamente, 54, 22, 213, 22 e 4 mil m² de área construída.

A Grendene abriu o seu capital na bolsa de valores brasileira no ano de 2004 com o ticker GRDN3.

3.2 PRODUÇÃO

A maior parte da produção de calçados está localizada no Nordeste do país, mais especificamente no Ceará, que produz 94% do total. E a fábrica de Sobral é onde está o polo mais importante da Grendene. Nesta unidade são produzidos 215 milhões de pares por ano.

Uma vantagem competitiva da Grendene foi integrar todas essas unidades com uma logística de distribuição que satisfaz todos os distribuidores por todo Brasil e exterior, além de produzir seus calçados com uma tecnologia própria e exclusiva.

A companhia possui uma capacidade instalada total de 250 milhões de pares por ano.

3.3 INCENTIVOS FISCAIS

Os principais motivos pela empresa estar localizada fortemente no Nordeste são os incentivos fiscais, que garantem isenção ou redução de impostos. Como incentivos estaduais, há um programa no Ceará chamado PROVIN (Programa de Incentivos ao Desenvolvimento Industrial) em que o ICMS cobrado é de 25%, enquanto na Bahia há o PROBAHIA (Programa de Desenvolvimento da Bahia), no qual existe um crédito fiscal que vence em 2021 com 90% do imposto. Já os incentivos federais são para todas as fábricas do Nordeste, onde há redução no IRPJ em até 75%.

Todos esses incentivos fiscais propiciaram bons lucros a Grendene, o que fez ela aumentar seu caixa com o passar dos anos, aproveitando a taxa SELIC em patamares de acima de 10% num passado não muito distante. E com a pandemia do COVID-19, a empresa estava preparada financeiramente para lidar com a crise.

3.4 EFEITOS COVID-19

A crise do coronavírus afetou fortemente a Grendene, assim como todo o mundo, especialmente o 2T20 quando a pandemia atingiu o seu ápice em abril e maio.

Pela perspectiva do consumidor, a insegurança frente ao desemprego, a perda ou redução da renda e a incerteza do futuro trouxeram para as pessoas maior cautela quanto ao consumo de itens não prioritários, assim como os calçados que a companhia produz. Além do fechamento dos comércios, locais que correspondem a mais de 85% das vendas do setor, segundo a Abicalçados.

Já sob a ótica da empresa, as medidas restritivas impactaram a produção. Como dito anteriormente, 94% da produção total de calçados é oriunda no Ceará (Sobral, Crato e Fortaleza). E o governo cearense proibiu o funcionamento de atividades não essenciais, assim como em todo o Brasil, tendo como consequência a

paralisação das atividades da Grendene. Somente a partir de 01 de junho, teve o reinício parcial da produção. Todo esse caos instalado pelo mundo teve como consequência para a companhia, se comparado o 2T19 e o 2T20, a redução em 85,6% no volume de pares.

E como contrapartida positiva, a empresa teve que pensar em formas alternativas de reduzir o prejuízo. A readequação da estrutura de custos e despesas fizeram com que as despesas operacionais recuaram em 25,1%. Sob a perspectiva de que o aprendizado de redução de gastos perdure.

Diferentemente do segundo trimestre, o 3T20 foi o melhor da história da companhia pela ótica da receita bruta. Com o auge da crise do COVID-19 passado, as medidas restritivas foram flexibilizadas, o que permitiu a reabertura do comércio físico, essencial para o setor de calçados, e a produção da Grendene voltou a funcionar em sua normalidade. Somado a isso, o auxílio emergencial injetou dinheiro na economia, o que permitiu o início da retomada econômica.

O 3T20 teve um aumento de 9,5% e 22,6% na receita bruta e volume de calçados, respectivamente, se comparados ao 3T19. Nesse trimestre também teve o lançamento do e-commerce Zaxy por parte da companhia, que seria a internalização das lojas virtuais no Brasil e no exterior. Até o presente estudo, as marcas Melissa USA e Rider Brasil já haviam sido migradas para essa nova plataforma. Esse avanço no digital já propiciou a Grendene um crescimento maior que 500% nas vendas online se comparado ao 2T19.

4. DESEMPENHO OPERACIONAL E RESULTADOS

4.1 RECEITA LÍQUIDA

Como é possível observar no gráfico abaixo, a receita líquida de vendas da Grendene apresentou uma crescente com o decorrer dos anos mesmo o país tendo passado por uma crise financeira recente. Isso denota a capacidade da companhia em gerar vendas em momentos adversos.

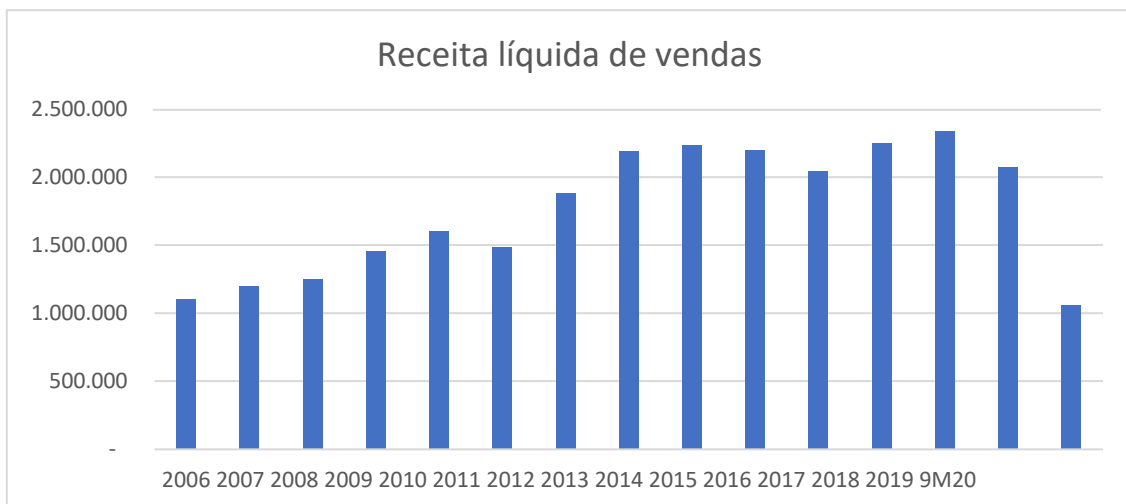


Gráfico 1. Receita líquida Grendene.

4.1.2 LUCRO LÍQUIDO

Como consequência das receitas líquidas crescentes nos últimos anos, o lucro líquido da empresa seguiu o mesmo caminho. E teve um fator adicional para essa performance que foram as despesas operacionais. As despesas acompanharam percentualmente a evolução das receitas, dessa forma o saldo foi ainda mais positivo para o lucro líquido. Abaixo é possível observar isso.

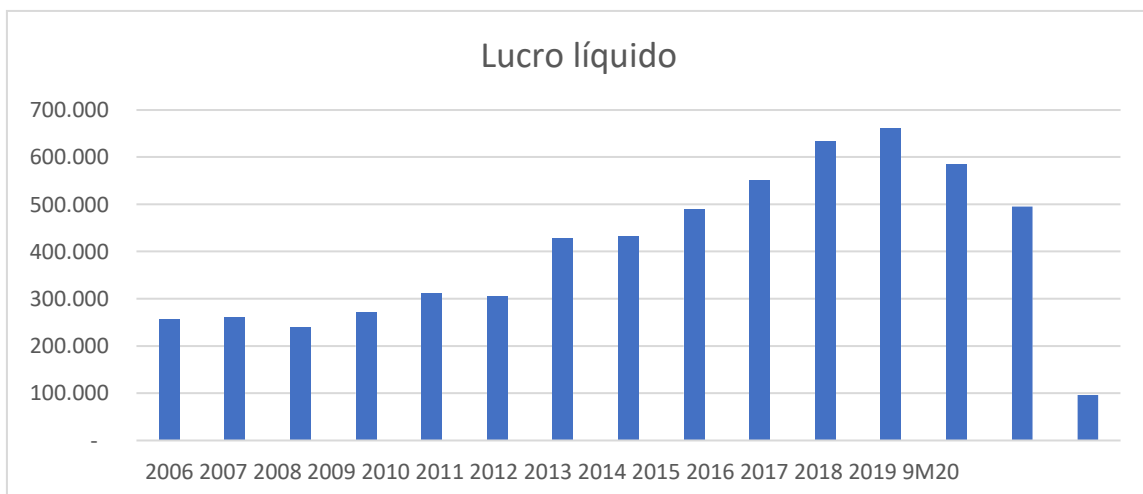


Gráfico 2. Lucro líquido Grendene.

4.1.3 – ENDIVIDAMENTO

Como já dito anteriormente, a companhia foi construindo caixa ao longo do tempo, se aproveitando dos benefícios fiscais no Nordeste, o que não fez a companhia adquirir grandes dívidas. Se for imaginar o que poderia fazer a Grendene criar uma dívida seria a expansão do negócio, talvez a construção de uma nova fábrica, mas há dois contrapontos que não faria sentido essa teoria. Em 2019, o volume total de calçados produzidos foi de 150.863 milhões de pares, ou seja, há uma capacidade ociosa de 40% e a construção de uma fábrica do zero de PVC custa, aproximadamente, R\$ 60 milhões. Dessa forma, olhando sob essas perspectivas, não haveria motivo para adquirir dívidas. Dito isso, devido ao alto volume de caixa e o baixo nível de endividamento, a empresa apresenta uma dívida líquida negativa.

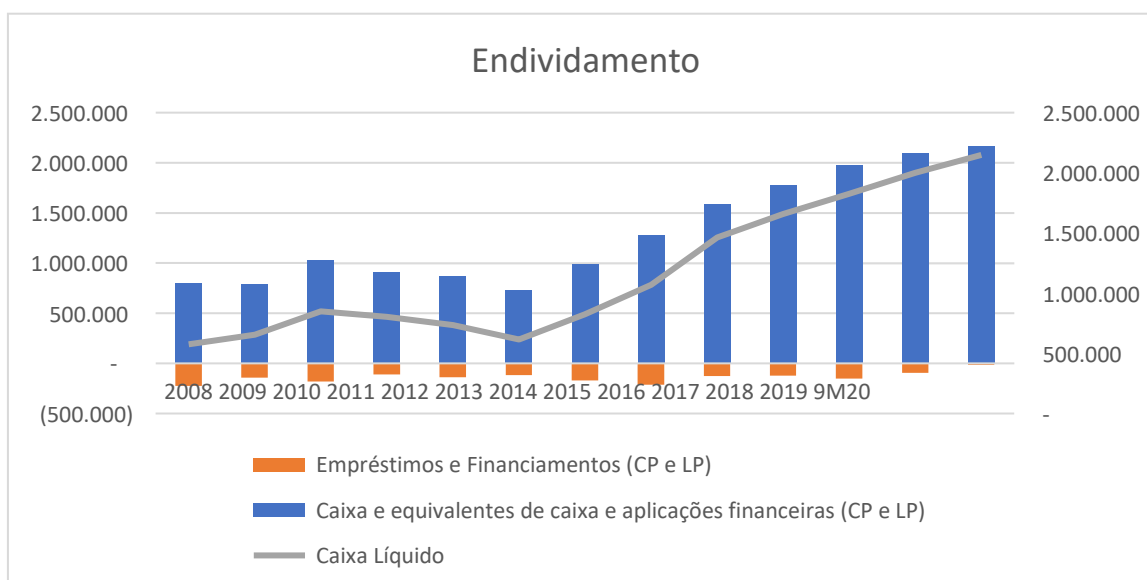


Gráfico 3: Endividamento Grendene.

4.2 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO: PREMISSAS

Dado as informações da Grendene, o desempenho e a rentabilidade histórica e o cenário atual, é o momento de projetar o fluxo de caixa futuro da companhia. Para isso, após entender o que ocorreu no passado, como está a atual situação da companhia e estimar o que irá acontecer no futuro é preciso criar premissas.

Diante dos cenários do 2T20 e 3T20 apresentados anteriormente, o ano de 2020 foi atípico. É difícil de se imaginar outro ano ou trimestre como 2T20 com a paralização da produção e o fechamento das lojas físicas pelo mundo. O resultado

nesse trimestre foi anormal. Enquanto as lições adquiridas na pandemia, como a redução de despesas e o início da transformação digital, irão perdurar pela empresa.

Sendo assim, ao definir as premissas a seguir, a atipicidade dos demonstrativos de resultados dos nove primeiros meses da companhia será levada em consideração. Não objetivando mascarar os resultados do ano, mas compreendendo que *outliers* existem e podem distorcer análises.

O fluxo de caixa descontado, que é o que será desenvolvido agora, tem como base o dinheiro e o seu valor no tempo, por isso será projetado o fluxo de caixa futuro. Como estamos trabalhando com uma empresa não financeira, os *drivers* utilizados serão o crescimento da receita, a margem EBIT, a depreciação, o CAPEX, a variação do capital de giro, o crescimento na perpetuidade e o custo de capital (WACC).

Como a receita líquida de vendas nos nove primeiros meses de 2020 foi totalmente atípico, a projeção de crescimento para o ano de 2021 e 2022 será para convergir a receita líquida a média histórica dos últimos 5 anos, ou seja, será aplicado o CAGR de dois anos em relação à média. Além das boas perspectivas com o início do processo de digitalização da companhia, o que permitirá maior nas vendas. Após esse período, será estimado um crescimento de 6% da receita, por causa de duas razões. A primeira é que na última década o CAGR (crescimento anual composto) esteve próximo a esse número. A segunda é de que a projeção FOCUS para a inflação em 2023 é de 3,25% e o PIB de 2,5%. Sendo assim o crescimento estará em linha com o PIB e o quanto a Grendene tem evoluído desde o IPO.

Para a depreciação e a variação do capital de giro serão utilizados valores similares as médias históricas. O crescimento na perpetuidade será composto pela combinação da inflação esperada para o Brasil, extraída do relatório FOCUS, e do crescimento da economia mundial. O custo de capital de terceiros (WACC) será o mesmo do custo de capital próprio (K_e), visto que a companhia possui dívida líquida negativa.

Em relação ao CAPEX, como a empresa possui uma capacidade ociosa de 40% se olharmos 2019 e de 66% para os nove primeiros meses de 2020, devido ao impacto do COVID-19, não será necessário investimentos no curto prazo. Sendo

assim, o CAPEX para os próximos 5 anos será utilizado 100% e depois 115%, o que permitirá fazer frente ao crescimento líquido das vendas.

A margem EBIT na última década (2011 – 9M20) foi de 17,02%, enquanto nos últimos 5 anos foi de 16,88%. Dessa forma, será trabalhado no valuation um percentual similar a essas médias.

Para estimar o custo de capital próprio em dólar, as informações utilizadas serão yield do tesouro americano de 30 anos, prêmio de risco americano, beta desalavancado do setor de calçados americanos, risco Brasil, inflação americana e brasileira.

Abaixo as premissas utilizadas e seus respectivos valores:

Tabela 2. Premissas

| Premissas | |
|--|---------------|
| Crescimento Receita Líquida de Vendas (Até 2022) | 13,58% |
| Crescimento Receita Líquida de Vendas (Pós 2022) | 6,00% |
| Margem EBIT | 18,00% |
| IR e CS | 8,00% |
| Depreciação | 3,00% |
| Variação Capital de Giro | 1,50% |
| Crescimento perpetuidade | 6,00% |
| Taxa de desconto | |
| Yield do Tesouro Americano 30 anos | 1,80% |
| Prêmio de Risco do Mercado Americano | 4,94% |
| Beta | 0,98 |
| Risco Brasil | 2,94% |
| Inflação EUA | 2,00% |
| Inflação Brasil | 4,52% |
| Taxa de desconto (Ke) | 10,48% |

4.3 AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

Pelo fato do mercado de capitais no Brasil não ser grande, há dificuldade em encontrar pares comparáveis em sua integralidade. Por isso, as empresas selecionadas são as que possuem características semelhantes, mas não as fazem concorrentes diretas.

A Arezzo apesar de ser uma empresa de calçados, recentemente expandiu seu negócio para o vestuário após adquirir a Reserva. E ela também não produz para o mesmo nicho que a Grendene e há uma diferença na modalidade dos calçados.

Outra companhia a ser equiparada será a Alpargatas, proprietária da Havaianas, Dupé e Rider. Assim como a Arezzo, a Alpargatas tem participação no setor de roupas, uma vez que é dona da marca Osklen.

Os múltiplos que serão avaliados serão: preço/lucro, preço/valor patrimonial, EV/EBIT e preço/EBIT.

5. RESULTADOS

5.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Tabela 3. Fluxo de caixa descontado.

| Fluxo de Caixa | | | | | | | | | | | | |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------|
| Descrição | 2020E* | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | Perpetuidade |
| Receita Líquida de vendas | 1.690.484 | 1.920.052 | 2.180.795 | 2.311.642 | 2.450.341 | 2.597.361 | 2.753.203 | 2.918.395 | 3.093.499 | 3.279.109 | 3.475.856 | 3.684.407 |
| EBIT | 205.673 | 345.609 | 392.543 | 416.096 | 441.061 | 467.525 | 495.577 | 525.311 | 556.830 | 590.240 | 625.654 | 663.193 |
| Margem EBIT | 12,2% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% |
| IR e CS | (16.454) | (27.649) | (31.403) | (33.288) | (35.285) | (37.402) | (39.646) | (42.025) | (44.546) | (47.219) | (50.052) | (53.055) |
| NOPAT | 189.219 | 317.961 | 361.140 | 382.808 | 405.776 | 430.123 | 455.930 | 483.286 | 512.283 | 543.020 | 575.602 | 610.138 |
| Depreciação | 50.715 | 57.602 | 65.424 | 69.349 | 73.510 | 77.921 | 82.596 | 87.552 | 92.805 | 98.373 | 104.276 | 110.532 |
| Capex | | 57.602 | 65.424 | 69.349 | 73.510 | 77.921 | 94.986 | 100.685 | 106.726 | 113.129 | 119.917 | 127.112 |
| Varição no Capital de Giro | | 3.444 | 3.911 | 1.963 | 2.080 | 2.205 | 2.338 | 2.478 | 2.627 | 2.784 | 2.951 | 3.128 |
| Fluxo de Caixa Livre para a Firma | | 314.517 | 357.228 | 380.845 | 403.696 | 427.918 | 441.203 | 467.676 | 495.736 | 525.480 | 557.009 | 590.430 |
| Fator de desconto | 1,00 | 1,10 | 1,22 | 1,35 | 1,49 | 1,65 | 1,82 | 2,01 | 2,22 | 2,45 | 2,71 | 2,99 |
| Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre | | 284.680 | 292.665 | 282.414 | 270.960 | 259.970 | 242.614 | 232.774 | 223.333 | 214.275 | 205.584 | 4.401.909 |

**Como são os valores publicados são dos 9M20, foi adicionado o resultado do 3T nos 9M20 afim de estimar o resultado anual*

A imagem a acima apresenta o valor presente do fluxo de caixa livre da companhia. A partir das premissas utilizadas, foram obtidos os valores projetados das variáveis resultando no FFCF e aplicando o fator de desconto obtendo o valor presente do fluxo de caixa. Após isso, foi realizado a somatória do valor presente na perpetuidade e durante o período de crescimento resultando no valuation da operação, conforme abaixo.

| Valuation operação | |
|---------------------------------------|------------------|
| Valor presente período de crescimento | 2.509.269 |
| Valor presente perpetuidade | 4.401.909 |
| Valuation da operação | 6.911.178 |

| Valor justo por ação | |
|-----------------------------|-----------------|
| Valor presente da operação | 6.911.178 |
| Caixa | 1.443.790 |
| Valor total | 8.354.968 |
| Quantidade de ações | 902.160 |
| Valor justo por ação | R\$ 9,26 |

| | |
|-----------------------|----------|
| Cotação atual da ação | R\$ 7,90 |
| Valor justo | R\$ 9,26 |
| Upside/downside | 17,2% |

Como é possível observar, a cotação atual da GRDN3 está em R\$7,90 e o modelo do fluxo de caixa descontado obteve um valor justo de R\$9,26, ou seja, a recomendação de compra da ação. A título de curiosidade, há um ano atrás, período pré pandêmico, a cotação estava em R\$ 11,76. O que remete que a crise instalada durante 2020 teve seu impacto negativo na ação e, possivelmente, se este estudo tivesse sido realizado no começo de 2020 o valor justo da ação seria superior ao encontrado no dia de hoje.

5.2 VALUATION POR MÚLTIPLOS

Tabela 4. Valuation por múltiplos.

| Múltiplos | Grendene | Arezzo | Alpargatas |
|---------------|----------|--------|------------|
| Preço / Lucro | 23,27 | 239,55 | 104,35 |
| Preço / Ebit | 24,07 | 563,78 | 42,93 |
| Preço / VP | 1,94 | 10,37 | 7,42 |
| EV / EBIT | 19,56 | 562,30 | 42,31 |

Observando os números, a Arezzo apresenta múltiplos mais elevados do que a Grendene e a Alpargatas. Isso se deve pela recente aquisição da Reserva pela Arezzo, o que trouxe boas perspectivas futuras para os negócios. Entretanto as expectativas geradas pelo mercado podem não se concretizar.

Já a Alpargatas apresenta múltiplos no meio termo entre a Grendene e a Arezzo. Essa companhia tem como fator de credibilidade perante ao mercado ser parte controladora da Itausa, holding controladora do Banco Itau. Duratex, TNS e Copagaz.

Se analisar os números exatamente da forma que os livros de finanças explicam sobre os múltiplos, a Grendene comparada a seus pares estaria com um preço barato. Os múltiplos de Arezzo e Alpargatas estariam esticados, como dizem no mercado, o que faria as ações estarem caras. Mas como as avaliações de empresas não são triviais, analisar somente esses números não são suficientes. Por isso a mescla desse tipo de avaliação com o fluxo de caixa descontado é o ideal para se ter uma decisão assertiva sobre realizar o investimento ou não.

Dessa forma, pela avaliação do FCD ter encontrado um valor justo de ação que está acima da cotação atual, somado aos múltiplos baixos se comparados aos seus pares mais próximos no Brasil teríamos a conclusão de que o investimento na Grendene deveria ser feito.

6. CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho é obter a decisão se deve ocorrer o investimento na companhia Grendene ou não.

Com o modelo de fluxo de caixa descontado foi possível observar um upside de 17,2%. Saindo da cotação atual de 7,90 para 9,26. E se analisar somente os múltiplos atuais da empresa com seus concorrentes conclui-se que os indicadores da Grendene estão baixos, ou seja, com oportunidade de compra. Sendo assim, como os dois tipos de avaliação remetem a perspectivas positivas da ação, o investimento deveria ser realizado.

Apesar disso, é preciso ficar atento com o mundo pós pandemia. Nunca na história da bolsa brasileira as ações passaram por uma crise desta natureza. O mundo está incerto quanto ao futuro. Entretanto o estudo de fluxo de caixa descontado e por múltiplos, que foram provados com o tempo suas eficiências auxiliam numa decisão mais assertiva.

Como todo investimento é objetivando colher um fruto no futuro, os investidores devem ficar se perguntando o que irá acontecer no futuro. Será que realmente as vendas online se sobressairão sobre as lojas físicas? A recuperação econômica será no curto, médio ou longo prazo? Quais serão os impactos dos bancos centrais mundiais imprimindo dinheiro como se não houvesse amanhã?

Estas perguntas poderão ser respondidas daqui alguns anos. Mas olhando para história, os momentos de baixa do mercado são os melhores a se investir. A crise do coronavírus ainda assola o mundo, mas vai acabar. E é possível aproveitar as oportunidades que o mercado está oferecendo, assim como a Grendene.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

DAMODARAN, A. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. 5. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2003. 630 p.

DAMODARAN, Aswath. Valuation, Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações. 1 a Edição, LTC 2012.

Damodaran, Aswath. Paper “Relative Valuation”, New York, 1994.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti; ARAUJO, Adriana Maria Procópio de. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. Revista de Administração, São Paulo, v.32, n. 1, p.72-83, jan./fev./mar.2008

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas. Tradução: Allan Vidigal Hastings. 3ª ed. São Paulo: Makron Books Ltda., 2002.

COSTA, L. G. T. A; COSTA L. R. T. A; ALVIM, M. A, Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas. São Paulo: Atlas 2010. Assaf Neto (2010)

MARTINS, Eliseu (org). Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas, 2001.

DARWIN, C. A Origem das Espécies. Hemus – Livraria Editora Ltda, São Paulo, SP.

8. FONTE

<https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us>

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=40940&module=M>

<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus/cronologicos>

<https://fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=ALPA3>

<https://www.fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=ARZZ3>

<https://fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=GRND3>

<http://ri.grendene.com.br/PT>